

ANDRÁS Krisztina – JUHÁSZ Péter

PÉNZÜGYI KÖRKÉP A MAGYAR VÁLLALATOKRÓL 1994–2004

A Budapesti Corvinus Egyetem Vállalatgazdaságtan Intézete (illetve elődszervezetei) 1996., 1999. és 2004. évi vállalati versenyképességi felméréseinek adatbázisaira támaszkodva értékeljük a hazai cégek pénzügyi teljesítményének alakulását. A rendelkezésre álló pénzügyi adatok egyes területeken lehetővé teszik az 1994–2003 közötti időszak tendenciáinak leírását és elemzését. A szerzők cikkükben elemzik a jövedelmezőség alakulását, a tulajdonosi szerkezet és a pénzügyi teljesítmény egyes területeinek összefüggéseit, az adórendszer versenyképességre gyakorolt hatását, a fizetési morál, a finanszírozási megoldások és a pénzügyi mutatók alakulását. Legfőbb általános megállapításunk, hogy a pénzügyi gazdálkodás területén a fejlett piacgazdaságokban szokásos játékszabályok érvényesülnek. A tulajdonosi értéknövelés koncepciója még nem elterjedt. Eredményességben pedig azok a vállalatok emelkednek ki, ahol ez a koncepció áll a vezetés középpontjában.

Kulcsszavak: pénzügyi teljesítmény, magyar vállalatok, piacgazdaság, finanszírozás, jövedelmezőség, versenyképesség

A Budapesti Corvinus Egyetem Vállalatgazdaságtan Intézete (illetve elődszervezetei) az elmúlt évtizedben három nagyszabású vállalati kérdőíves kutatást végzett. A „Versenyben a világgal” kutatási program fő célja az volt, hogy képet adjon a hazai vállalati szféra versenyképességéről. Az először 1996-ban lebonyolított adatfelvétellel azonos logikájú felmérést végeztünk 1999-ben, majd 2004 tavaszán is¹. Cikkünkben e három, tartalmában és méretében lényegében azonos adatbázisra támaszkodva értékeljük a hazai cégek pénzügyi teljesítményének egy évtizedes alakulását.

Mindhárom felmérésben a vállalati mintába azok az önálló jogi személyiséggel rendelkező, Magyarországon bejegyzett cégek kerülhettek be, amelyek ötven főnél több alkalmazottat foglalkoztattak. Az 1999-es és 2004-es kérdőíves felméréseknél megkerestük azokat a társaságokat is, amelyek korábbi felméréseinkben már részt vettek. A megkeresett vállalati kört a KSH vállalati adatbázisából a létszám, a méret és a terület szerinti reprezentativitást szem előtt tartva alakítottuk ki. Valamennyi felmérésben több mint 300 vállalat adott választ négy részből álló kérdőívünkre. Mindhárom felmérés mintájáról elmondható, hogy megfelelő képet ad a magyar vállalati szektorról. Cikkünkben tehát három keresztmetszeti pillanatképeket teszünk egymás mellé, vagyis nemcsak a mindhárom

mintában egyaránt szereplő vállalatok adatait, hanem a magyar gazdaságot jól leíró három minta pénzügyi jellemzőit hasonlítjuk időbeli alakulásuk alapján össze, a vizsgált teljes, 1994 és 2004 közti tízéves időszakban². Az eredmények ismertetése során a legújabb, 2000 és 2004 között azonosított trendek ismertetésének nagyobb hangsúlyt adunk.

A vállalati teljesítmények alakulása

A 2004-es adatfelvétel a vállalatok 2000-es és 2002-es gazdálkodásának pénzügyi adatait tartalmazta. A jövedelmezőség vizsgálatához az üzemi eredmény alapján négy csoportot képeztünk aszerint, hogy a cégek 2002-ben üzemi (üzleti) szinten nyereségesek voltak-e, illetve, hogy az akkor elért befektetett tőkéhez viszonyított üzemi eredményük jobb volt-e, mint a 2000-es.

Az eredmények azt mutatják (1. táblázat), hogy a mintába került cégeknek háromnegyede tudott üzemi szinten nyereséges lenni (2000-ben ez még 80,5), s kevesebb mint 40 százalékuk tudott 2000-ről 2002-re javítani üzemi megtérülésén. Ezek alapján elmondható, hogy a vizsgált időszakban a cégek pénzügyi teljesítménye üzemi szinten romlott: a nyereséges cégek 46 százalékának, míg a veszteséges cégek 82 százalékának két esztendővel korábban jobban ment a sora.

1. táblázat

**A 2004-es minta megoszlása
üzemi megtérülés szerint (százalék)**

N=233	Veszteséges	Nyeréséges	Összesen
Rontott	19,31	41,20	60,52
Javított	4,29	35,19	39,48
Összesen	23,61	76,39	100,00

Annak ellenőrzésére, hogy a hozamokban mutatott visszaesés kizárólag a csökkenő inflációnak volt-e köszönhető, összevetettük a ráták csoportonkénti alakulását (2. táblázat). A számokból kiderül, hogy korántsem azonos mértékű, homogén visszaesésről van szó, hiszen a nyereséges, de rontó cégek nem az infláció változásával indokolható néhány százalékpontnyi, hanem 14 százalékpontos esést voltak kénytelenek elkönyvelni.

2. táblázat

Hozamok alakulása csoportonként (2004-es minta)

Rontók		2000		2002	
		Haszonkulcs*	Hozam**	Haszonkulcs	Hozam
Veszteséges	Átlag	1,75%	18,24%	-7,14%	-37,21%
	N	45	45	45	45
	Szórás	6,70%	81,71%	8,76%	105,76%
Nyeréséges	Átlag	10,00%	26,56%	5,93%	12,21%
	N	96	96	95	96
	Szórás	12,45%	26,35%	6,78%	11,22%
Javított					
Veszteséges	Átlag	-8,18%	-254,27%	-3,60%	-5,03%
	N	10	10	10	10
	Szórás	7,73%	779,36%	4,01%	7,10%
Nyeréséges	Átlag	3,59%	7,20%	97,65%	30,86%
	N	81	82	80	82
	Szórás	14,27%	31,74%	794,71%	109,25%
Összesen	Átlag	5,38%	6,09%	34,86%	8,49%
	N	232	233	230	233
	Szórás	12,87%	169,09%	469,09%	83,29%

* Haszonkulcs: üzemi eredmény/árbevétel,

** Hozam: üzemi eredmény/befektetett tőke

A tulajdonosi szerkezet hatása

Vizsgálataink szerint a cégek teljesítményére még 2002-ben is hatással volt az, hogy egy korábbi állami vállalatból jöttek-e létre (3. táblázat). Ezeknél a cégeknél jóval magasabb a befektetett tőke és a szokásos eredmény átlagos nagysága (azaz nagyobb vállalati

méret), ugyanakkor ez utóbbit és a megfelelő pénzáramlást a saját tőkére vetítve a hozamráta sokkal rosszabb, mint a többi vállalkozásnál. Az állami jogelődű cégek többet költenek személyi jellegű kiadásokra és marketingre is.

3. táblázat

Az egykori állami tulajdon hatása*

	Volt állami tul. jogelődje?	N	Átlag	Szórás
Szokásos eredmény 2000 (eFt)	nem	121	167028,36	435842,44
	igen	139	890821,63	3746701,87
	össz.	260	553979,38	2774606,82
Befektetett tőke 2002 (eFt)	nem	116	2375486,48	11947848,92
	igen	134	11580272,74	47009899,37
	össz.	250	7309251,92	35601836,77
Szokásos eredmény/saját tőke 2000	nem	121	34,25%	94,29%
	igen	136	-10,55%	217,54%
	össz.	257	10,54%	172,12%
Személyi jellegű ktg./árbevétel 2000	nem	123	19,27%	15,26%
	igen	133	23,93%	16,45%
	össz.	256	21,69%	16,03%
Szokásos eredmény/saját tőke 2002	nem	124	22,66%	121,35%
	igen	143	0,19%	49,99%
	össz.	267	10,62%	90,93%
Személyi jellegű ktg./árbevétel 2002	nem	124	20,87%	17,03%
	igen	137	25,53%	18,00%
	össz.	261	23,32%	17,67%
Marketing ktg./árbev. 2002	nem	106	1,03%	3,24%
	igen	114	2,21%	5,23%
	össz.	220	1,64%	4,42%
FCFE**/ saját tőke 2002	nem	117	12,17%	99,64%
	igen	131	-9,18%	49,25%
	össz.	248	0,89%	77,80%

* Fontosabb, legalább 5 százalékos szinten szignifikáns eltérések

**A tulajdonosoknak jutó szabad pénzáramlás

Természetesen komoly szerepet játszik az aktuális tulajdonosi kör is. Az állami cégek, illetve a több mint 50 százalékból állami, önkormányzati kézben vagy ezek tulajdonában lévő társaságok birtokában levő vállalatok érdemben elválnak a többi cégtől. Az ilyen köztulajdonú vállalatok jellemzően kisebb üzemi eredményhányadot, egy főre jutó bevételt, nagyobb személyi költség-arányt, kisebb exportarányt, vállalati cash-flow-t és sajáttőke arányos cash-flow hozamot mutatnak fel.

VEZETÉSTUDOMÁNY

A külföldi többségi tulajdonossal működő cégekre ugyanakkor az a jellemző, hogy igen magas befektetett tőkével (nagy vállalati mérettel), kiugró munkaerő-hatékonysággal (tőkeintenzív termelés) igen jó jövedelmezőséget érnek el. A személyi költségek aránya az árbevételen belül az átlagnál jóval kisebb, miközben az egy főre vetített költség sokkal magasabb, s a marketing és a kutatás-fejlesztési költségek a szokásosnál lényegesen nagyobbak. Ezen cégek exportrészaránya is sokkal magasabb, mint a többi vállalaté.

Külön ellenőriztük, hogy a tulajdonosi szerkezet alapján létrehozott négy csoporton belül (állami többség, külföldi többség, magyar többség, nincs domináns tulajdonos) mely változók válnak szét. Az eredményeink szerint a legrosszabb jövedelmezőséget az állami cégek mutatják, a legjobban a külföldiek teljesítenek, ám a magyar többségi tulajdonossal bíró cégek is jobbak voltak, mint a domináns részvényes nélküli társaságok. Jellemző, hogy az értéktérmetést leginkább leíró cash-flow alapú megtérülés-mutatóknál a külföldi cégek átlagosan akár tízszer jobban teljesítenek, mint a második helyen álló magyar többségű vállalatok.

Az emberi erőforrás felhasználásának hatékonyságát vizsgálva a sorrend hasonló, ám a különbségek sokkal élesebben jelentkeznek. Üzemi szinten a külföldi cégek alkalmazotti hatékonyságban a magyar többségűeket ötszörösen, a domináns részvényes nélkülieket 11–15-szörösen, az állami vállalatokat pedig közel 14–20-szorosan múlták felül. A kutatás-fejlesztésnél hasonlóan éles a választóvonal: a külföldiek árbevételük mintegy 0,75–0,84 százalékát fordítják erre, míg a magyar többségűek 0,17–0,27, a többség nélküliek 0,07–0,15, az államiak pedig 0,08–0,09 százalékot áldoztak erre.

Eltér viszont az előbbiektől az exportorientáltság szerinti sorrend: bár a külföldiek vezetnek 36–44 százalék körüli teljesítménnyel, tőlük alig maradnak el a többségi tulajdonos nélküli cégek (33–51 százalék), s a magyar többségűek lemaradása sem jelentős (25–29 százalék), miközben az állami vállalatok csupán 5–7 százalékot értek el.

Nem egyezik az előbbiekkal a felhasznált befektetett tőke alapú sorrend sem: a legtöbb tőke felett (átlagosan 24 Mrd forint) a külföldiek rendelkeznek, majd az állami cégek (9 Mrd) következnek, miközben a magyar többségű vállalatok jellemzően alig 1,2, a többségi tulajdonos nélküli társaságok mindössze 401 millió forintot használnak.

Érdekesség, hogy ehhez hasonló az egy főre jutó bér-költség is: a legtöbbet a külföldi többségű cégek után az állami vállalatok fizetnek. Nagyjából ugyanennyit keresnek a dolgozók a magyar többségű cégeknél is, míg a legrosszabbul a többségi tulajdonos nélküli vállalatok fizetnek.

A számok azt mutatják, hogy a külföldi és a magyar többségű cégek haszonkulcsa érdemben nem tér el egymástól, ám ez utóbbiak ugyanakkora üzemi hasznot sokkal több alkalmazottal és tőkével képesek megtermelni. Lényegesen eltér az osztalékpolitika is: a külföldiek az adózott eredmény 24–27 százalékát kiveszik a cégből, míg ez a magyar többségnél 19–21 százalék, a csak kisebbségi tulajdonosokkal működőknél 9–14 százalék, míg az állami cégek 5–8 százalékot fizetnek ki.

Az adórendszer versenyképességre gyakorolt hatása

Az elmúlt tíz év magyar gazdaságpolitikájának mindenkor sarokpontja volt a vállalati versenyképesség javítása. Ennek jegyében különösen az adórendszer módosításai kerültek előtérbe, amelynek hatásai szépen nyomon követhetők. A 4. táblázat jól mutatja, hogy a különféle adónemek versenyképességre gyakorolt hatása eltérően változott. Az áfa, a társasági és a helyi adók jelentősége látványosan nőtt, a vámok szerepe azok leépítésével, csökkent. Ugyanakkor az alig módosuló fontosságú TB és szja változatlanul a legfontosabbnak tekinthető. Az adatok alapján az látszik, hogy a napi sajtóban és politikában a versenyképesség megítélésének megalapozásaként regionálisan rendszeresen összemért társasági adónál sokkalta helyesebb volna a vállalatok szerint a társadalombiztosítási terhekre és a helyi adók mértékére koncentrálni.

4. táblázat

Egyes adónemek hatása a versenyképességre*

	1996			1999			2004		
	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N
Áfa	2,10	1,50	253	2,12	1,48	270	2,63	1,62	271
Fogyasztási adó	1,35	0,94	239	1,45	1,08	251	1,42	0,93	258
TB-járulék	3,32	1,62	254	3,48	1,56	277	3,49	1,48	272
Szja	2,83	1,59	254	2,72	1,58	267	3,00	1,52	272
Helyi adó	2,73	1,48	255	2,98	1,47	276	3,22	1,52	271
Társasági adó	2,50	1,47	255	2,68	1,43	272	2,89	1,48	270
Vám	2,88	1,65	253	2,60	1,61	267	2,30	1,43	267

* 1 – egyáltalán nem hat, 5 – meghatározó mértékben hat

Hasonló ellentmondást fedezhetünk fel a különféle adókedvezmények elérhetőségét vizsgálva is. A három minta vizsgálata alapján azt láthatjuk (5. táblázat), hogy miközben 1995-ben a cégek 45 százaléka élhetett valamilyen adókedvezménnyel, 2004-ben az arány már alig 25 százalékra csökkent. Miközben tehát a kormányok a vállalkozásoknak nyújtott adókedvezményekről beszélnek, a vizsgálat alapján kiderül, hogy a támogatottak köre egyre szűkül, amit részben magyarázhat az EU-tagsággal járó előírások betartása is.

5. táblázat

Semmilyen adókedvezményt igénybe nem vettek aránya

1995		1998		2003	
Átlag	N	Átlag	N	Átlag	N
56,92%	325	75,68%	296	74,59%	244

A különféle mentességet élvezők körének szűkülése ugyanakkor visszahat az adónemek versenyképességre gyakorolt hatására is. A mentességek és könnyítések leginkább a társasági és helyi adó fizetéséhez kapcsolódtak, így a kedvezmények eltűnésével ezen közterhek átlagos hatásának automatikusan nőnie kellett. Összességében tehát azt láttuk, hogy a magyar cégek versenyképessége az adórendszer átalakulása és a kedvezményezettek körének drasztikus szűkülése miatt inkább romlott.

A fizetési morál alakulása

Az adórendszer mellett a legtöbb céges panaszt ma-napság a fizetési morálra hallani. Az adóhatóság alig-ha panaszkodhat: hatékony működését tükrözi, hogy a köztartozások része látványosan esett (6. táblázat).

A rövid lejáratú kötelezettségek szerkezete (százalék)

	1995			1998			2002		
	Átlag	Szó-rás	N	Átlag	Szó-rás	N	Átlag	Szó-rás	N
Rövid lejáratú bankhitel	28,15	25,65	228	24,24	26,62	251	27,87	26,88	261
Szállítóállomány	36,63	24,94	285	40,64	23,91	268	38,08	26,54	267
Köztartozások	17,69	18,31	248	16,75	19,83	241	10,63	13,83	259

Látható ugyanakkor, hogy a szállítók aránya stabilan a jónak mondható 37–40 százalék között alakult. A szórás növekedése viszont arra utal, hogy sok az olyan cég, amelynél ennek jelentősége növekedett, de sok az olyan is, ahol az arány csökkent. Ezek szerint a magyar üzleti szférában egyaránt vannak erejüket jól kihasználó és egyre kiszolgáltatottabb cégek. Azt tapasztalhatjuk, hogy a szállítók is egyre kevesebb engedményt és egyre ritkábban adnak az azonnal fizetőknek (7. táblázat). A mérték 5-ről 4 százalékra apadt, azaz a válaszadók az időszak elején még az átlagosnál több, a végén viszont már kevesebb kedvezményt adtak, mint kaptak. Egyre kevesebb cég él a szállítói által kínált kedvezményekkel, ami teljesen összecseng a vevői oldalról kapott képpel (8. táblázat).

7. táblázat

A szállítói állomány alakulása

	1995			1998			2002		
	Át-lag	Szó-rás	N	Át-lag	Szó-rás	N	Át-lag	Szó-rás	N
Kap engedményt, ha határidő előtt fizet?*	2,13	1,08	320	2,04	1,05	305	1,91	1,05	298
Szállítói árengedmény mértéke (%)	4,95	4,15	196	4,58	3,43	162	3,90	3,32	144
A határidő előtti fizetés gyakorisága**	2,95	1,13	204	2,27	1,21	255	2,13	1,26	248
Milyen gyakran fizet késve szállítónak**	2,40	1,18	321	2,22	1,11	291	2,24	1,18	297
Szállítói szankcióként...									
késedelmi kamatot alkalmaznak**	3,32	1,23	258	3,23	1,21	217	2,82	1,36	244
többé nem szállítanak**	1,30	0,72	172	1,44	0,89	133	1,34	0,81	219
csak fizetés után szállítanak újra**	2,36	1,31	201	2,24	1,17	153	1,81	1,11	222

* 1 – egyáltalán nem, 5 – nagyon gyakran

** 1 – egyáltalán nem, 5 – rendszeresen

Érdekesség, hogy a mintában szereplő cégek saját bevallásuk szerint gyakrabban fizették késedelmesen számláikat, mint azt vevőik tették, ami a mindinkább exportorientált magyar cégek gyengébb fizetési moráljára utalhat. Ennek ellenére a késedelmi kamat fizetése vagy a fizetésig nem szállítás egyre ritkább.

Ugyanezen cégek vevőkkel szembeni magatartása némileg árnyalja a gazdaságról alkotott

6. táblázat

képet (8. táblázat). Itt is az látszik, egyre ritkább, hogy azonnali fizetésért cserébe engedményt kapnak a vevők. Amely cég mégis ad vevői kedvezményt, az is egyre kevesebbet (5,4 helyett 3,5 százalékot) kínál, amit indokolhat a csökkenő reálkamat és infláció. Ez a trend azért érdekes, mert pénzügyi szempontból elvileg a kedvezmények fenntartása volna helyes, hiszen ilyenkor a vevőt nem kell több héten át kamatmentesen hitelezni. A másik oldalról viszont racionálisan működik a piac: egyre kevesebb vevő él az azonnali fizetés lehetőségével, kihasználva a kamatmenetes finanszírozást.

Finanszírozási környezet, tőkeerő

Az 1990-es évek közepén igen gyakori vállalati panasz volt, hogy nagyon nehéz hosszú lejáratú hitelhez jutni. Az adatok (10. táblázat) azt mutatják, hogy 2002-ben már sokkal több cég kapott ilyen hitelt, mint korábban.

Általában megállapítható, hogy mindenféle hitelhez jutás könnyebb lett. Rövid lejáratút szinte minden társaság kap, és a hosszú lejáratúhoz jutás esetében is javult a helyzet. Ez utóbbinál azonban az egyes vállalatok közt nagyobbak az eltérések: míg egyes cégek mindig

8. táblázat nagyon egyszerűen kapnak, mások még 2002-ben is csak nagy nehézségek árán jutnak ehhez a forráshoz.

Megfontolt finanszírozási politikára utal, hogy a rövid és középlejáratú hitel aránya az összes hitelen belül csökken, miközben a hosszú lejáratúaké 4,6-ról 21,8 százalékra kapaszkodott. A devizahitel szerepe is drasztikusan lecsökkent, ami jónak ítélnél, különösen kedvező ez a jegybanknak és az államnak. A hitel-

A vevőpolitika változása

	1995			1998			2002		
	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N
Jellemző-e árendemény adása vevőknek?*	2,01	1,30	321	1,90	1,21	307	1,81	1,14	298
Vevői árendemény mértéke (%)	5,40	5,03	138	5,35	9,30	129	3,48	3,27	123
Milyen gyakran fizetnek határidő előtt a vevők?***	2,34	1,13	153	2,47	1,28	131	1,72	1,15	210

* 1 – egyáltalán nem, 5 – nagyon gyakori

** 1 – egyáltalán nem, 5 – rendszeresen

A 9. táblázat adataiból az látszik, hogy a késedelmes fizetés továbbra is nagyjából ugyanolyan gyakori, mint korábban – noha manapság jóval gyakrabban hallunk erre panaszt. Az elégedetlenség növekedésével egyre gyakoribbá vált a felszámolási eljárás kezdeményezése, amelynek az aránya 37 százalékról 41 százalékra kapaszkodott a vizsgált időszakban. Azok, akik nem kezdeményeznek felszámolási eljárást, egyre inkább a vevő megtartásának igényével magyarázzák türelmüket, míg az eljárás hosszadalmassága vagy a túl sok hitelező egyre kevesebbeket tántorít el, ami mindenképp a jogrend előnyös változtatásának tudható be (9. táblázat).

A késedelmes fizetés és a felszámolási eljárások

	1995			1998			2002		
	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N
Mennyire jellemző a késedelmes fizetés?*	3,31	0,91	320	3,20	2,22	1,11	3,14	0,83	296
Kérte a nem fizető adós felszámolását?***	0,37	0,48	325	0,33	0,47	285	0,41	0,49	296
A felszámolást nem kérte, mert...***									
nem akarja elveszíteni a vevőt	2,48	1,58	161	2,74	1,66	144	2,78	1,53	196
az eljárás hosszadalmas	3,66	1,51	166	3,50	1,49	142	3,30	1,55	198
az eljárás költséges	2,85	1,53	155	3,17	1,46	139	3,01	1,49	189
az eljárás kimenetele bizonytalan	3,46	1,54	162	3,51	1,41	144	3,26	1,51	195
túl sok a hitelező	2,99	1,56	156	3,15	1,54	135	2,87	1,56	190
a megtérülés túl alacsony	3,63	1,56	166	3,54	1,54	141	3,52	1,52	196
az adósságbehajtás megoldható	3,03	1,52	152	3,11	1,43	132	3,05	1,42	194

* 1 – sohasem volt rá példa, 5 – teljesen általános

** 1 – igen, 0 –nem

*** 1 – egyáltalán nem játszottak szerepet, 5 –meghatározó szerepet játszottak

9. táblázat

10. táblázat

Banki hitelek alakulása

	1995			1998			2002		
	Átlag	Szó-rás	N	Átlag	Szó-rás	N	Átlag	Szó-rás	N
Vesz-e igénybe bank-hitelt?*	3,08	1,60	316	2,92	1,53	304	3,61	1,54	296
Bankhitelhez jutás éven belül**	3,70	1,21	277	3,83	1,12	264	4,06	0,90	273
Bankhitelhez jutás éven túl**	3,07	1,42	214	3,27	1,26	230	3,68	1,11	254
Egyes hitelfajták a hitelállomány százalékában:									
rövid lejáratú hitel	63,57	35,63	185	59,12	39,64	186	52,27	37,65	206
középlejáratú hitel	31,82	29,85	97	28,92	35,21	127	25,92	33,13	193
devizahitel	50,96	34,87	94	29,91	37,44	127	18,23	33,41	191
tulajdonosi hitel	27,68	37,15	65	12,71	25,02	113	9,96	23,55	184

* 1 – soha, 5 – igen gyakran

** 1 – képtelen hitelt szerezni, 5 – nagyon könnyen kap

típusok között egyre kevésbé jellemző a tulajdonosi hitel is. Ezek a trendek együttesen arra utalnak, hogy a vállalatok finanszírozása közeledik a nyugati standardokhoz, azaz egyre meghatározóbb a hosszú lejáratú bankhitelek szerepe. Ezt mutatja a hosszú lejáratú hitelek saját tőkéhez viszonyított arányának, azaz a tőkeáttételnek a növekedése is (11. táblázat).

11. táblázat

A tőkeáttétel változása

	Saját tőke/források	Hosszú lej. hitelek/saját tőke
1992	0,69	0,16
1993	0,57	n.a.
1994	0,53	n.a.
1995	0,59	0,21
1996	0,59	0,21
1997	0,57	0,22
1998	0,62	0,21
2000	0,59	0,24
2002	0,55	0,26

Legalább ennyire lényeges annak vizsgálata is, mennyire képesek a vállalatok ezen hitelek visszafizetésére. A cégek – saját bevallásuk szerint – egyre kevesebbszer kérnek átütemezést vagy fizetnek késve (12. táblázat).

Elemzéseink kiterjedtek arra is, hogy a banki hitelt felvevő

cégek körében mi a jellemző hitelfelvételi cél. A 13. táblázat tanulsága szerint a banki hiteleket egyre gyakrabban veszik fel gépvásárlásra. Az ingatlan-célú hitelfelvétel szinten maradt, s kevésbé tipikus. Az egykori legjelentősebb cél, az anyagvásárlás mára nem annyira jellemző, ami a gazdaság szempontjából nagyon kedvezőnek ítéltető, de arra is utal, hogy sok cég komoly tőkehiánnyal igyekszik működőképes maradni (13. táblázat).

Az, hogy még mindig közel azonos fontosságú hitelfelvételi cél a bérfizetés, mint az ingatlanvásárlás, meglepően komoly tőkehiányra utal. (Ezt látva valószínűleg az anyagvásárlási cél

visszaszorulását inkább a kereskedelmi hitelek bőkezűbb osztogatása magyarázhatja.) Az adótervezés kiegyenlítése mint hitelfelvételi cél kevésbé jellemző. Ez vagy arra utal, hogy vagy van miből fizetni, vagy arra, hogy a cégek a köztartozások elkerülése miatt ennek kiegyenlítését veszik előbbre. A vevőtervezés kiegyenlítése ma is fontos, harmadik helyen áll. Növekvő jelentősége ismét csak arra utal, hogy a cégek egyre kevésbé képesek működésüket finanszírozni.

Pénzügyi mutatók alakulása

A különféle pénzügyi hatékonysági mutatók vizsgálata azt mutatja, hogy – szemben a kilencvenes évek elején tapasztalttal – a tulajdonosi értékteremtéshez kapcsolódó mutatók és a vállalati sikeresség között erős kapcsolat van. A cégek saját becslése szerint a vevőforgás 2004-ben szinte azonos volt az 1995-ös értékkel (14. táblázat), ám a többi kérdés elemzéséből úgy látszik, hogy míg 1995-ben a gyenge tőkeellátottság miatt fizettek több mint 30 nap után a vevők, mostanság megnőtt alkuerejükkel harcolják ki ezt a lehetősé-

12. táblázat

Banki hitelek visszafizetése

Az elmúlt egy évben...	1995			1998			2002		
	Átlag	Szó-rás	N	Átlag	Szó-rás	N	Átlag	Szó-rás	N
hányszor kért hitel-átütemezést?	0,91	2,39	203	0,33	1,30	218	0,32	1,27	240
hányszor fizetett késedelmesen?	0,95	4,08	192	0,29	1,22	217	0,24	1,52	242

VEZETÉSTUDOMÁNY

Hitelfelvételi célok

	1995			1998			2002		
	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N
Gépvásárlás	2,44	1,39	202	2,96	1,37	187	3,12	1,50	225
Ingatlanvásárlás	1,46	1,00	180	1,63	1,15	147	1,59	1,11	217
Anyagvásárlás	2,96	1,55	201	2,90	1,53	173	2,63	1,61	227
Bérfizetés	1,81	1,22	172	1,77	1,26	151	1,55	1,10	218
Vevőtartozás kiegyenlítése	2,39	1,45	177	2,11	1,36	152	2,42	1,46	224
Banki tartozás kiegyenlítése	1,76	1,22	164	1,66	1,15	137	1,54	1,07	211
Adótartozás kiegyenlítése	1,81	1,28	173	1,72	1,18	143	1,51	1,03	211

* Az adott hitelfelvételi cél: 1 – egyáltalán nem fordult elő, 5 – nagyon gyakori volt

get maguknak. Ezt mutatja, hogy 1999-ben, amikor a tőkehelyzet már javult, de a vevői alkuerő még gyenge volt, az átlagos fizetési idő csak 25 nap körül mozgott.

A forgási mutatók alakulása

(nap)	1995			1998			2002		
	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N	Átlag	Szórás	N
Vevőforgás	32,99	23,71	300	24,38	15,17	308	32,77	20,85	281
Szállítóforgás	23,18	15,57	303	20,98	13,97	307	28,62	18,04	282

A szállítók érezhetően nagyobb fizetési haladékokat adnak mostanság a magyar cégeknek, mint 8-10 évvel korábban, így a vevő- és szállítói forgás közel hasonlóan alakult. A magyar cégek szállítóiknak még 2002-ben is gyorsabban fizettek, mint ahogy vevőiktől követeléseiket megkapják, ami jól mutatja a gazdaság kiszolgáltatott helyzetét, a szereplők gyenge alkupozícióját.

Az 15. táblázat adatainak tanúsága szerint a vizsgált tíz évben javuló készletgazdálkodással sikerült hatékonyabbá tenni a vállalati működést. Ez alighanem az üzleti szemlélet vállalati vezetésben való elterjedésével, az értékesítési piaci kapcsolatok lecserélődésével és a jobb készletgazdálkodási, termelésstervezési rendszerek meghonosodásával magyarázható.

A vevők beszedése 40 nap körül stabilizálódott, ami hosszabb, mint a ténylegesen adott átlagos fizetési haladék (15. táblázat), ami ismét arra utal, hogy a nem teljesítés, illetve a késve fizetés általánosan elterjedt az országban. Eközben a szállítóforgás lényegesen csökkent, ami pedig azt mutatja, hogy a magyar cégek nem-

13. táblázat

csak vevőikkel, de szállítóikkal szemben is gyengülő alkupozícióba kerültek az utóbbi években.

A 2004-es adatfelvétel részletesebb vizsgálatai szerint a legjobban teljesítő cégek a pénzügyi stratégia kialakításánál szinte minden megjelölt szempontot nagyobb fontosságúnak tekintenek az átlagnál (1. ábra). Elmaradást csak a költségek csökkentésénél, a jó fizetőképesség fenntartásánál és a likviditás biztosításánál találtunk. A vállalatok ugyanazon hét szempontot tekintik elsődlegesnek, miközben a másik hat szempont mindenütt csak másodlagos jelentőségű. Ez különösen a részvények hozamának és árfolya-

mának megítélésekor érthető, hiszen Magyarországon igen kevés tőzsdei vállalkozás működik.

Miközben a hat legfontosabb szempont közel azonos fontosságú a legjobban teljesítő cégeknek, a leggyengébbek sokkal élesebben rangsorolnak.

14. táblázat

Amellett, hogy az adatokból egyértelműen kiviláglik, hogy a gyengébb cégeknek sokkal kritikusabb a likviditás biztosítása, a költségek csökkentése, az is látszik, hogy ezek a vállalatok nem

15. táblázat

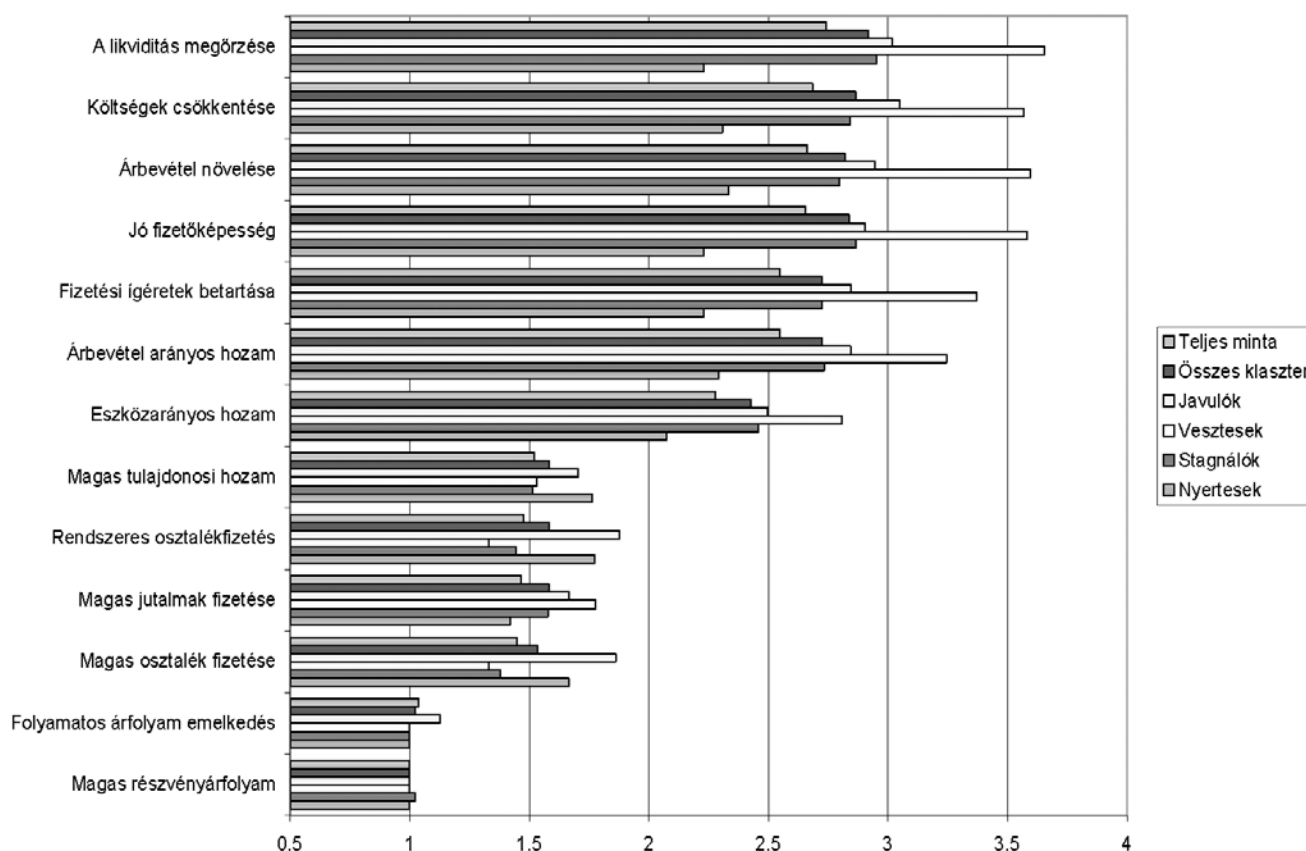
Forgási mutatók³

(nap)	Készletforgás*	Vevőforgás	Szállítóforgás
1992	97,09	50,47	84,73
1995	90,45	40,61	68,63
1996	90,45	40,61	68,63
1997	87,58	41,28	60,22
1998	82,50	40,69	61,63
2000	81,28	40,05	65,95
2002	75,14	40,86	56,46

* A becslés felfelé torzított, mert a készletértékben megjelenő személyi jellegű ráfordítások nagysága nem állt rendelkezésre.

a tulajdonosi értékteremtés szemléletét követik. Abban a megközelítésben ugyanis nem lehetne az árbevétel- vagy eszközarányos hozamnak akár kétszer akkora jelentőséget tulajdonítani, mint az alapvető célt jelentő tulajdonosi hozamnak.

Milyen szerepet játszik a pénzügyi stratégiában...*



* Relatív megítélés: a konkrét értéket a kategória minimumával osztottuk

1: Nincs kiemelt szerepe, 5: Kiemelkedő fontosságú

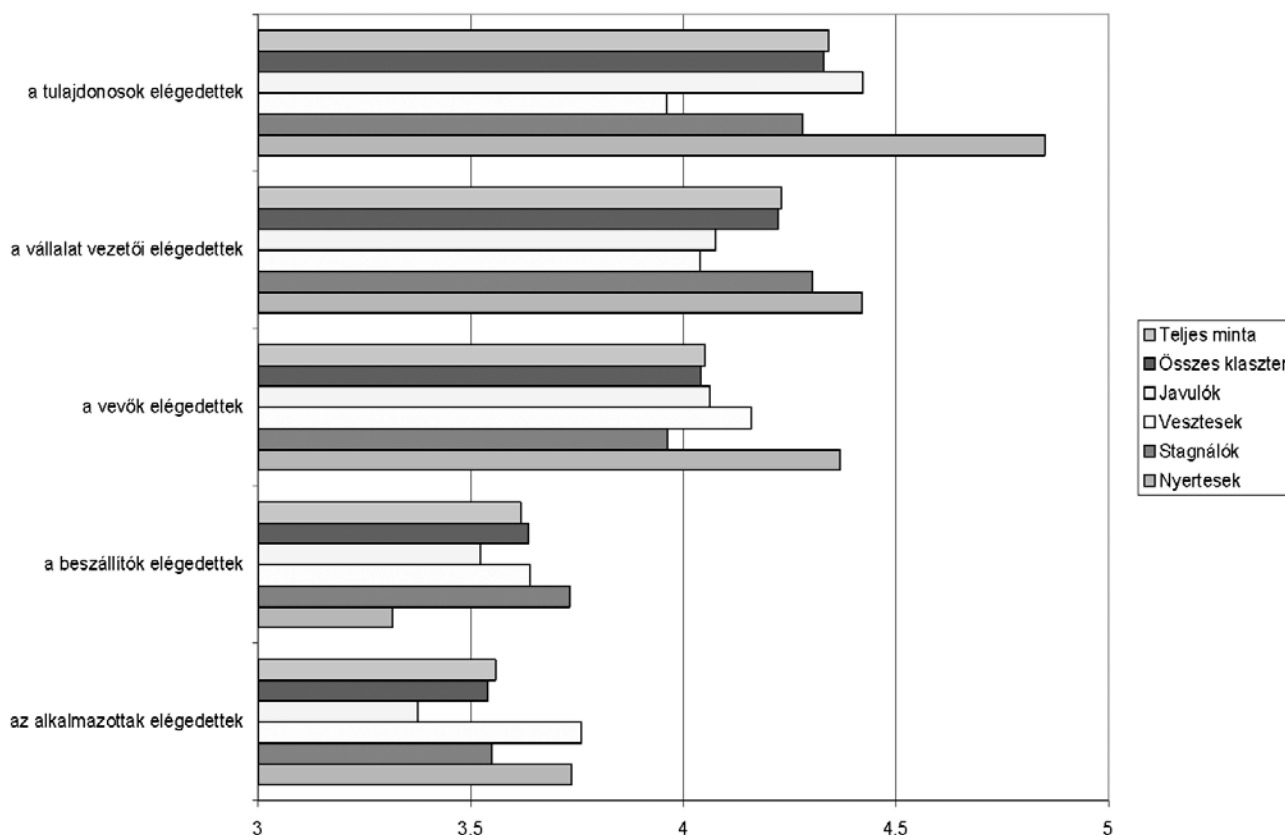
Igen tanulságos azonosítani a megbízó-ügynök probléma megjelenését és hatását. A magas jutalmak kifizetésére éppen a legjobban működő cégek koncentrálnak a legkevésbé, a legrosszabbak pedig a leginkább.

Az eredmények azt mutatják, hogy azon cégek teljesítenek pénzügyileg is jobban, amelyek pénzügyi stratégiájuk kialakításakor nagyobb súllyal veszik figyelembe a tulajdonosi hozamot, és azt, hogy annak egyik potenciális alkotóelemeként osztalékot rendszeresen és minél nagyobb mennyiségben fizessenek. (Érdemes felfigyelní arra, hogy csupán e három szempontra igaz, hogy a relatív fontosság a Nyertesek szerint nagyobb, mint a Vesztesek megítélése alapján.)

Különösen tanulságos ebből a szempontból a Javulók és a Nyertesek közötti eltérés vizsgálata: egyértelműen az látszik, hogy a magasabb tulajdonosi értéket teremtők nem tévesztik szem elől az alapvető célt: a tulajdonosi hozamot tekintik elsődlegesnek, miközben a javítók főként az osztalékra koncentrálnak, ami a nyereség visszaforgatásáról szóló döntéseknél értékromboláshoz vezethet.

Egy másik kérdés (2. ábra) azt tudakolta, mikor tekintik pénzügyileg sikeresnek magukat a cégek. A kapott válaszok megerősítik eddigi eredményeinket: a Nyertesek és a Javulók messze a leginkább tulajdonosaik érdekeit figyelik, míg a Stagnálóknál a vállalat vezetői (!), a Veszteseknél – legalábbis saját bevallásuk szerint – a vevők érdeke az első. A vezetők tulajdonosokét megközelítő fontossága a Stagnálóknál és a Veszteseknél ismét a megbízó-ügynök probléma nem megfelelő kezelésére utal, a vesztesek túlzott vevőorientációja pedig azt a klasszikus hibát idézi, amikor az alapvető célt félreértve a vezetés a létrehozott vevői érték maximalizálását igyekszik elérni. A beszállítók elégedettsége mindenütt a lista vége felé szerepel, ám lényeges eltérés, hogy a Javulók és a Stagnálók alkalmazottaik érdekeit még ennél is kevesebbre becsülik, ami aligha segíti a jó munkahelyi légkör kiépítését és az emberi erőforrás (tudástőke) megfelelő alkalmazását. Lényeges, hogy a legjobb cégek az elégedettséget általában sokkal fontosabbnak tekintik, s jóval élesebb különbségeket képesek tenni az egyes érintettek jelentősége között.

Vállalatunk teljesítménye pénzügyi szempontból akkor megfelelő, ha...*



*1: Nincs kiemelt szerepe, 5: Kiemelkedő fontosságú

Mindezek alapján az látszik, hogy a gyengébben teljesítő cégek nem megfelelő területekre koncentrálnak, nem látják világosan a követendő irányt. Olyan mutatók elsődlegességét vallják, amelyek csak lazán kapcsolódnak a gazdaságossághoz. Döntéseikben az árbevétel növelése, a költségek csökkentése és a fizetőképesség megőrzése az elsődleges, teljesítményüket pedig árbevétel- és eszközarányos hozammal mérik, ahelyett, hogy a tulajdonosi hozamokra, vagyis a befektetett tőkével arányos nyereségre fókuszálnának, s elsősorban nem tulajdonosaiknak, hanem vezetőiknek vagy vevőiknek akarnak megfelelni. Így a valóban értékalapú vállalati működést megvalósítók mindössze a cégek 30–40 százalékát tehetik ki.

Összegzés

Cikkünkben a „Versenyben a világgal” kutatási program vállalati felméréseinek adatait elemeztük, és longitudinális elemzése alapján a magyar vállalatok pénzügyi helyzetének alakulását tekintettük át. A három (1996-os, 1999-es és 2004-es) adatfelvétel nyomán

a válaszadók pénzügyi adatai 1994-től (1996-os adatfelvétel) a 2003-ig terjedő (2004-es adatfelvétel) időszakra álltak rendelkezésünkre, ami egyes esetekben egy évtizedes trendek felvázolását is lehetővé tette.

A tulajdonosi szerkezet alakulásával kapcsolatban megállapítottuk, hogy a magyar cégek átlagos pénzügyi teljesítménye 2000 és 2002 között látványosan romlott, miközben az egyes cégek, cégcsoportok közötti különbségek erősen megnövekedtek. Az állami jogelődű, illetve ma is közösségi tulajdonban lévő cégek teljesítménye lényegesen rosszabb, mint az egyéb típusú többségi tulajdonossal, különösen külföldi, általában tőkeintenzív termelést kiépítő részvényesekkel bíró cékéké. Az átlagosnál jobban teljesítő vállalatok sikerének elsődleges kulcsa a munkaerő nagyságrendekkel hatékonyabb kihasználása, de ezt segítették az időszak nagy beruházásai, és a többi cégnél arányaiban is nagyobb kutatás-fejlesztési kiadásai is. A magyar többségi tulajdonú cégek nagyobb tőke lekötésével érik el ugyanazt a tömegű nyereséget, mint a külföldi tulajdonúak.

Az adórendszer hatásaival kapcsolatos vizsgálatok megmutatták, hogy miközben az utóbbi években az adó-

rendszer versenyképesebbé tételét minden politikai erő célul tűzi ki, a vállalatok megítélése szerint nem a javaslatokban szereplő adónemek, pl. a társasági adó, befolyásolják leginkább versenyképességüket. A társasági adókulcs változtatása helyett helyesebb volna a TB, az szja és a helyi adók mértékét csökkenteni.

Az adatok tanulságai alapján elmondható, hogy az utóbbi 10-15 évben nagy változás történt a finanszírozási rendszerben, aminek köszönhetően 2004-ben sokkal könnyebben jutottak forráshoz a vállalatok, mint tíz esztendővel korábban. Bár így a hosszabb lejáratú és az idegen források aránya növekedett, aggasztó, hogy sok cég nem fejlesztésre, bővítésre, hanem bérek és szállítói tartozások kiegyenlítésére és készletvásárlásra (vagyis működőtőke-igénye fedezésére) vesz fel hitelt, ami komoly tőkehiányra utal.

Munkánk végső konklúziójaként megállapítható, hogy a magyar gazdaságban immár a fejlett piacgazdaság szabályai érvényesülnek a pénzügyi gazdálkodás területén. A valóban értékalapú vállalatvezetési szemléletet követő cégek aránya 30-40 százalék lehet. Úgy tűnik, hogy a játékszabályok örvendetes módon megváltoztak, ennek ellenére sok cég vezetése még ma sem ismeri vagy követi ezeket, ami az érintett vállalatoknak komoly versenyhátrányt jelent.

A kiemelkedő megtérülést biztosító cégek pénzügyi stratégiájának két döntő különbsége van. Egyrészt a növekedéshez, megtérüléshez kapcsolódó célok lényegesen magasabb prioritással szerepelnek, másrészt a stratégia végrehajtásakor a tulajdonosi megtérülésre fókuszálnak.

Lábjegyzet

- ¹ Az alábbi cikkben ettől eltérő időpontokra vonatkozóan is szerepelnek adatok, mivel a kérdőívekben a vállalatok gyakran több időpontra vonatkozóan adták meg pénzügyi adataikat.
- ² A táblázatok fejlécében található évszámok nem a különböző felmérések éveire, hanem mindig arra az évre utalnak, amelyre a feltett kérdés vonatkozott.
- ³ A becslés mutatónként és évenként több különböző kérdésre adott válasz alapján készült.
- ⁴ Pénzügyi teljesítmény alapján négy csoportot különítettünk el. Korábbi kutatási tapasztalatok alapján az üzemi eredmény árbevételhez viszonyított 2000-es és 2002-es arányát vettük alapul: a Nyertesek mindkét évben 20 százalék körüli átlagos teljesítményt mutattak, a Javulók 7,9-ről 8,8 százalékra jutottak, míg a Stagnálók 2,1-ről 1,4 százalékra csúsztak vissza. Az üzemi szinten veszteséges Vesztesek átlagos mutatója eközben -2,1-ről -10,8 százalékra zuhant vissza.

Felhasznált irodalom

- András Krisztina – Juhász Péter (2006): A versenyképesség kihívása a pénzügyi menedzsmenttel szemben, BCE Vállalatgazdaságtan Intézet, Versenyképesség Kutató Központ, 4. számú műhelytanulmány
- Arccal a piac felé – Gyorsjelentés az 1999. évi kérdőíves felmérés eredményeiről (szerk.: Czakó, E. – Wimmer, Á. – Zoltayné Paprika, Z.), Budapest, 1999, BKE, Vállalatgazdaságtan Tanszék, Versenyképesség Kutató Központ
- Fókuszban a verseny – Gyorsjelentés a 2004. évi kérdőíves felmérés eredményeiről (szerk.: Chikán, A. – Czakó, E. – Zoltayné Paprika, Z.), Budapest, 2004, BCE, Vállalatgazdaságtan Tanszék, Versenyképesség Kutató Központ
- Vállalataink erőltetett (át)menetben – Gyorsjelentés a „Versenyben a világgal” kutatási program kérdőíves felméréséről (szerk.: Chikán, A. – Czakó, E. – Demeter, K.), Budapest, 1996, BKE, Vállalatgazdaságtan Tanszék

E SZÁMUNK SZERZŐI

Dr. Chikán Attila, egyetemi tanár, Budapesti Corvinus Egyetem, **Dr. Czakó Erzsébet**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, **Dr. Bartók István**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, **Dr. Zoltayné Paprika Zita**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, **Dr. Wimmer Ágnes**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, **Szántó Richárd**, egyetemi tanársegéd, Budapesti Corvinus Egyetem, **Dr. Demeter Krisztina**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem, **Dr. András Krisztina**, egyetemi adjunktus, Budapesti Corvinus Egyetem, **Dr. Juhász Péter**, egyetemi adjunktus, Budapesti Corvinus Egyetem, **Dr. Kenesei Zsófia**, egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem

VEZETÉSTUDOMÁNY